

Jozef Pacolet (\*)

## Vier jaar aandelenwet: tijd voor een eindbalans

### INLEIDING EN SITUERING: POLITIEK-ECONOMISCHE DISCUSSIE

Wat met de aandelenwet na 1985? Dat was de vraag die het jongste anderhalf jaar de financiële en beurswereld bezig hield. Verlengen in de huidige vorm, of vervangen door nieuwe maatregelen die het sparen zouden ondersteunen, en dan liefst van al onder de vorm van pensioensparen? Op een moment dat beide problemen aan de orde van de dag zijn is het nuttig over dit opmerkelijk stuk financieel beleid van de voorbije regering een balans op te maken. Wij doen dit aan de hand van een synthese van de voornaamste publicaties die de jongste vier jaren daarover verschenen zijn. Deze publicaties zijn geëvolueerd van ongenueanceerde triomfberichten aangaande de gunstige effecten die deze maatregel op de beurs en op de economie had, over een twijfelen aan het feit of alles wat men toeschreef aan de aandelenwet wel inderdaad werd veroorzaakt door diezelfde wet, terwijl heel wat nadelen (o.m. de verdelingseffecten, de budgettaire kost) werden verzwegen, terwijl uiteindelijk ook meer en meer vraagtekens werden geplaatst achter de reële effecten van de wet (1).

De discussie rond de aandelenwet (en de verlenging) is een treffend voorbeeld van 'politieke economie'. Zogezegd objectieve feiten en samenhangen werden door de voorstanders gebruikt om een bepaalde politieke keuze, m.n. het fiscaal stimuleren van een spaarvorm, te dienen. Enige consistentie of empirische toets van beweringen werd hierbij niet nagestreefd, want wanneer dit op het einde van de periode van de aandelenwet dan toch gebeurde, moest men immers vaststellen dat de effecten niet zo onverdeeld positief waren. Zelfs politieke rechtlijnigheid was overbodig; zo kon elke waarnemer (weliswaar niet onpartijdig,

(\*) Met dank aan Hans Geeroms voor zijn bijdrage aan de studie 'Het K.B. 15 Cooreman-De Clercq: een evaluatie' en dus impliciet ook aan dit artikel.

(1) Een eerste globale evaluatie van de aandelenwet werd gepubliceerd in een speciaal nummer van *Bank- en Financiewezen*, 1985, nr. 1, 45 blz. Voorliggend artikel is vooral gebaseerd op onze eigen bijdrage daarin, nl. J. PACOLET, H. GEEROMS, *Het K.B. 15 Cooreman-De Clercq: een evaluatie*, op. cit., blz. 9-23. De voornaamste conclusies daarvan werden nadien bevestigd en soms zelfs geaccentueerd in een studie van het ministerie van Economische Zaken: E. VAN WESEMAEL, *De aandelenwet: een evaluatie in Kwartaaloverzicht van de Economie*, 1985, nr. 2, blz. 77-98. Beide artikels geven ook een uitgebreid overzicht van de andere publicaties. Hier vermelden wij verder enkel eventuele nieuwe studies daarrond gepubliceerd.

want hij zou ook gebruik maken van de aandelenwet) toch zijn ogen niet geloven wanneer voorstanders van ontvetting van de staat op een bepaald moment een nieuwe functie voor de overheid hadden ontdekt die zij ook met overtuiging verdedigden, m.n. de ondersteuning van de beurs: de aandelenwet moest verlengd worden want anders zouden de aandelenkoersen in mekaar stuiken. Nadien heeft men in de discussie het geweer van schouder veranderd en kon men vaststellen dat nagenoeg dezelfde argumenten om de aandelenwet te verdedigen, gebruikt werden om pensioenspaarrekeningen te verdedigen, waar in bepaalde formules bijna geen aandelen meer voorkwamen. Ongeveer ook alle andere problemen (toekomst van de pensioensector en de sociale zekerheid, overheidsdeficit, kapitaalvlucht) werden er bijgesleurd en wonder boven wonder ook opgelost door de nieuwe toverformule van de pensioenspaarrekeningen.

De voornaamste karakteristiek van de huidige aandelenwet en de toekomstige pensioenspaarrekeningen is dat de discussie uiteindelijk neerkomt op het verlagen of afschaffen van belastingen op sparen of spaarinkomsten zodanig dat het een veel zuiverder discussie was geweest indien zij enkel in die termen was gesteld, m.n. hoe groot is de budgettaire ruimte om belastingen te verlagen, moet dit op kapitaalinkomsten gebeuren, en onder welke vorm. Dit verdoezen van de fundamentele discussie is overigens ook geschied bij de invoering van de bevrijdende roerende voorheffing waar van de ene dag op de andere de principes van de personenbelasting omtrent globalisatie van de inkomsten en de progressi-

viteit van de belastingpercentages werden vervangen door een deglobalisering van de roerende inkomsten en een uniform belastingpercentage van 25 % (2).

## WAT HIELD DE AANDELENWET IN ?

De voornaamste doelstelling die men bij de uitwerking van de aandelenwet begin 1982 had, was de scheefgetrokken financiële structuur van het bedrijfsleven te herstellen: de bedrijven hadden, mede wegens gebrekkige rendabiliteit, te weinig risicodragend aandelenkapitaal kunnen aantrekken en moesten daardoor te veel beroep doen op leningen die, wegens de hoge rentestand, hun rendabiliteit verder in het gedrang bracht. De aandelenwet (of het Koninklijk Besluit nr. 15 van maart 1982 aangevuld met het Koninklijk Besluit 150) zou de aandelenemissies aantrekkelijker maken voor de bedrijven en ook voor de belegger zou het aandelenbezit begunstigd worden. Het eerste luik (het Cooreman-luik) hield in dat voor vennootschappen die tijdens 1982 en 1983 opgericht werden of hun kapitaal verhoogden, de bedrijfswinsten die als dividend zouden uitgekeerd worden gedurende 10 jaar (9 jaar) vrijgesteld zouden zijn van vennootschapsbelasting, dit ten belope van 13 % van het nieuw aangebrachte kapitaal. Dit was een voordeel voor zowel de emittent als de belegger. Omdat zij een fiscaal voordeel meekregen worden deze aandelen A.F.V.-aandelen genoemd of 'Avantages Fiscaux - Fiscaal Voordeel'-aandelen. Het tweede luik (De Clercq-luik, of ook 'Monory'-luik naar de gelijkaardige Franse wet die dit K.B. geïnspireerd had) maakte het aandelenbezit

aantrekkelijker voor de beleggers doordat dezen voor de inkomsten van 1982 tot 1985 (dus voor de aanslagjaren van 1983 tot 1986) hun beleggingen in aandelen voor maximaal 40.000 fr. (+ 10.000 fr. per persoon ten laste) konden aftrekken van hun belastbaar inkomen. Nadien werd dit laatste luik aangevuld met een permanent luik voor de beleggingen van werknemers van een bedrijf in eigen aandelen van dat bedrijf. Deze zouden op dezelfde manier aftrekbaar worden en dit onbeperkt in de tijd (3).

## WAT ZIJN DE EFFECTEN GEWEEST VAN HET 'COOREMAN-LUIK' ?

Het Cooreman-luik heeft tot gevolg gehad dat in 1982 en 1983 in totaal voor ongeveer 200 à 300 miljard nieuwe aandelen zijn uitgegeven. Deze massale hoeveelheid nieuw risicodragend kapitaal is de eerste reden waarom waarnemers in de financiële kringen en de initiatiefnemers zelf laaiend enthousiast waren over hun succes. In een bijna stilgevallen beurs- en aandelenwereld waar de jongste jaren maar 10 à 20 miljard openbaar werd uitgegeven, werd nu op twee jaar tijd ongeveer 80 miljard publiek en 220 miljard onderhands geplaatst (4). Het onmiskenbaar gevolg daarvan is dat de financiële structuur van de ondernemingen is verbeterd (5). Hierbij moeten echter enige nuances aangebracht worden:

het succes is niet zo onverdeeld omdat niet al deze middelen nieuwe middelen waren: voor een deel zijn leningen omgezet in aandelenkapitaal, voor een ander deel heeft men met A.F.V.-aandelen ingetekend op andere A.F.V.-aandelen en zitten er dus

heel wat dubbeltellingen in het totaal bedrag met bovendien een dubbel fiscaal voordeel (6); ook is op A.F.V.-aandelen ingetekend met aandelenkapitaal ingezameld via het De Clercq-luik (vooral beleggingsfondsen) zodat ook daar een dubbeltelling mogelijk is en een dubbel fiscaal voordeel;

de grote hoeveelheid nieuwe emissies is voor een deel veroorzaakt door vervroegde emissies: het Cooreman-luik verviel namelijk op 31 december 1983 en heel wat ondernemingen hebben vervroegd kapitaal uitgegeven om nog te genieten van het fiscaal voordeel (7);

heel wat emissies zouden ook plaats gegrepen hebben zonder het Cooreman-luik, m.n. omwille van het verbeterd beursklimaat (zie verder) en een verbeterde rendabiliteit van de ondernemingen;

de ondernemingen hebben met deze middelen niet onmiddellijk iets kunnen aanvan-

(2) H. GEFROMS, J. PACOLET, *Evaluatie van het bevrijdend maken van de verhoogde roerende voorheffing in De Gids op Maatschappelijk Gebied*, oktober 1983, blz. 725-746.

(3) Financiewet voor 1984.

(4) J. PACOLET, H. GEEROMS, *Het K.B. 15 Cooreman-De Clercq: een evaluatie*, t.a.p., blz. 11.

(5) G. SEGERS, *De evolutie van de financiële structuur bij de Belgische ondernemingen in de periode '81-'83 in Bank- en Financiewezen*, 1985, nr. 1, blz. 41-45.

(6) M. BENS, W. COUMANS, *Overdreven belastingverminderingen bij kapitaalsverhogingen*, werknota.

(7) T. SEYNAVE, *Rentabiliteit en schuldenlast van de Belgische ondernemingen genoteerd op de beurs van Brussel in Economische Berichten*, Paribas Bank België, september 1985, blz. 13; zie ook A. FARBER, *Avantages fiscaux et relance: tentative de bilan in Cahiers Economiques de Bruxelles*, 1984, nr. 103, blz. 391.

gen en hun liquiditeiten zijn dan ook in die periode enorm toegenomen <sup>(8)</sup>;

het succes van het Cooreman-luik (en ook de De Clercq-aandelen) is voor een deel ook toe te schrijven aan het gunstig moment waarop het gelanceerd is: de jaren 1981-1983 zijn een periode geweest van een aan-

zienlijk volume aan totaal sparen van de gezinnen, gekoppeld aan een periode van gering woningsparen, zodanig dat het financieel spaarvolume de jongste 10 jaar nooit op een dergelijk hoog niveau lag <sup>(9)</sup>. Dit spaargeld zocht naar een diversificatie van zijn beleggingsvormen en de aandelenwet kwam dus op het geschikte moment <sup>(10)</sup>.

Tabel 1 – *Omvang van de middelen aangetrokken binnen de aandelenwet (in miljarden frank)*

	<i>Aandelen met fiscaal voordeel A.F.V. (luik Cooreman)</i>	<i>De Clercq- aandelen (a)</i>	<i>Meer recente ramingen (b)</i>	<i>Omvang gemeenschappelijke beleggingsfondsen (c)</i>
				1,4 (juni 1982)
1982	92	15	10	9,4
1983	212	20	20	26,2
1984		25 à 30	20	48,6
1985		25 à 30	20	52,4 (juni 1985)
Totaal	305	85 à 95	70	

(a) Ramingen Kredietbank.

(b) Raming gebaseerd op de aangegeven bedragen in 1982.

(c) Uitstaande bedragen; bedrag is mee bepaald door de koersstijgingen.

Bron: J. PACOLET, H. GEEROMS, *art. cit.*, blz. 11.

## HET 'DE CLERCQ-LUIK'

Het voor de meeste beleggers waarschijnlijk beter bekende aspect van de aandelenwet is de aftrek van 40.000 fr. Ook hierover waren de eerste berichten optimistisch tot euforisch en niet ten onrechte.

Dit luik heeft opnieuw een aantal spaarmiddelen gemobiliseerd, waarvan een groot deel onder de vorm van de voorheen onsuccesrijke gemeenschappelijke beleggingsfondsen. In tabel 1 worden de geraamde be-

dragen weergegeven van de aandelenbeleggingen die door de gezinnen werden gedaan onder deze wet. Deze ramingen lijken wel enigszins hoger te liggen dan de werkelijke bedragen die de fiscus uiteindelijk kon noteren bij de aangiften zelf. Het bedrag dat hier in totaal is gegeven is ongeveer 85 à 95 miljard over de 4 jaren, het eerste jaar het minst omdat het systeem nog onvoldoende bekend was. Een groot gedeelte is daarvan aangebracht onder de vorm van gemeenschappelijke beleggingsfondsen (als E.S.-

Fonds, Bel-Fund, Interselex Belga-Fund, B.B.L.-Fonds, Hermes-Fonds, Fivest) die hun middelen zagen groeien van 1,4 miljard in midden 1982 tot 52 miljard in juni 1985 (voor een deel is die stijging echter veroorzaakt door de koersstijging). Volgens ramingen van Financiën betekende dit in 1982 dat 256.312 gezinnen gebruik maakten van deze belasting-faciliteit en wij raamden dit voor de jongste jaren op zo'n 500.000 gezinnen (zie tabel 2). Binnen dit luik situeert zich ook het initiatief van B.A.C. en L.V.C.C. om eigen Coplus-coöperatieve deelbewijzen uit te geven. Deze waren ook aftrekbaar van het belastbaar inkomen, hadden een onveranderlijke nominale waarde (men kon dus nu niet mee profiteren van koersstijgingen) en konden van een bijkomend fiscaal voordeel genieten omdat de dividenden op dit coöperatief aandeel tot 5.000 fr. vrijgesteld waren van roerende voorheffing. Het L.V.C.C. verzamelde onder die vorm ongeveer 2,7 miljard fr. op de drie jaar dat zij werden uitgegeven.

De Hoge Raad van Financiën gaf op basis van de belastingaangiften een gedetailleerde raming voor 1982 van wie gebruik maakte van het De Clercq-luik. In tabel 2 geven wij op basis daarvan een overzicht van de resultaten van de aandelenwet van 1982 tot 1985. Volgens inkomensgroep wordt het totaal aantal aangiften vermeld, het aantal personen dat gebruik maakte van de aandelenwet, het gemiddeld bedrag waarvoor zij intekenden (maximaal 40.000 fr. + 10.000 fr. per persoon ten laste) en de belastingvrijstelling die zij daarvoor bekwamen. Dit voordeel wordt bepaald door de marginale aanslagvoet: men mag immers de aandelenbelasting aftrekken van het inkomen en het

voordeel dat men heeft is bijgevolg bepaald door het belastingpercentage dat men betaalt op zijn laatste schijf inkomen (het principe van abattement). Ten slotte geeft deze tabel ook de totale omvang van de aangegeven aandelen en het totaal bedrag der belastingvoordelen, wat tegelijk ook het totaal bedrag van minderontvangsten is voor de overheid.

Doordat de aandelenwet het snelst zal benut geweest zijn door de best geïnformeerden die zich ook in de hogere inkomensgroepen situëren en doordat het voordeel ook toegekend werd onder de vorm van een abattement kunnen de conclusies van deze tabel ons dan ook niet verbazen:

- de hoge inkomens hebben het eerst en nu nog het meest van deze aandelenwet gebruik gemaakt;
- de lage inkomens benutten de mogelijkheid om in te tekenen minder volledig (lager gemiddeld bedrag);
- het belastingvoordeel is het grootst voor de hoge inkomens (op een aangegeven bedrag voor ongeveer 60.000 fr. krijgen zij zo'n 45.000 fr. belastingen terug);
- voor de laagste inkomsten is op een afgetrokken gemiddeld bedrag van 40.000 fr. het belastingvoordeel maar 14 % of 5.540 fr.

(8) T. SEYNAVE, *art. cit.*

(9) L. JANSSENS, J. PACOLET, *Het sparen en ontlenen van de gezinnen in De Gids op Maatschappelijk Gebied*, februari 1985, blz. 223.

(10) In verband met de hausse van de aandelenkoersen en het samenvallen met de aandelenwet zegt A. FARBER, *art. cit.*, blz. 385: « S'agit-il d'une intuition particulièrement brillante de la part du gouvernement ou d'un hasard heureux, je ne me prononcerai pas sur ce point ».

Tabel 2 - Raming omvang en verdeling van de fiscaal afgetrokken aankoop van aandelen, 1982-1985

Inkomens- klasse (in duizend frank)	Totaal aantal aangiften in 1982 (a)	Aantal aangiften dat gebruik maakt van de aandelenwet (2) x (3) (absol.)	Gemiddeld bedrag (b)	Totaal bedrag (in miljoen)	Marginale belasting- voet (in %)	Belasting- voordeel (in miljoen)	Belasting- voordeel per aangifte (in fr.) (8) : (4)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
0- 250	504.919	0,5	2.525	40.000	101	13,6	14
125- 500	1.496.961	1	14.970	45.000	674	37,4	252
500- 750	912.146	5	45.607	50.000	2.280	42,6	971
750- 1.000	460.793	1982 10	46.079	60.155	2.772	52,47	1.454
		1983 11	49.023	60.155	2.949	52,47	1.547
		1984 47	215.261	60.155	12.949	52,47	6.794
		1985 47	215.261	60.155	12.949	52,47	6.794
1.000- 1.500	276.081	1982 32	87.671	61.845	5.422	52,5	2.847
		1983 60	165.649	61.845	10.245	52,5	5.379
		1984 60	165.649	61.845	10.245	52,5	5.379
		1985 60	165.649	61.845	10.245	52,5	5.379
1.500- 2.000	60.417	60	36.250	62.718	2.274	57,5	1.308
2.000- 3.000	27.746	60	16.648	63.622	1.059	63,0	667
3.000- 4.000	6.813	60	4.088	63.977	262	69,0	181
4.000- 5.000	2.029	60	1.217	64.372	78	72,0	56
5.000-10.000	1.708	60	1.025	62.582	64	72,0	46
10.000-14.194,5	192	60	115	59.277	7	72,0	5
>14.194,5	195	60	117	56.848	7	67,5	5
Totaal		1982	265.312		15.000		7.806
		1983	337.234		20.000		10.431
		1984	503.472		30.000		15.678
		1985	503.472		30.000		15.678
Totaal 1982-1985					95.000		49.593

(a) Gebaseerd op de raming van de Hoge Raad van Financiën.

(b) Gebaseerd op de eigen berekeningen.

Bron: Voor een gedetailleerde bespreking van de berekeningswijze en de resultaten zie J. PACOLET, H. GEFROMS, *art. cit.*

De totale raming van aankoop van aandelen (95 miljard) en bijgevolg het belastingvoordeel voor de beleggers of de minderontvangsten voor de overheid van 49,6 miljard is hier maximaal. In latere ramingen werd verondersteld dat ongeveer 70 à 80 miljard kapitaal werd aangetrokken, met een belastingvoordeel van  $\pm$  38 miljard <sup>(11)</sup>. Te onthouden is evenwel de vuistregel dat de overheid voor ongeveer de helft van het aangebrachte kapitaal minderontvangsten heeft. Nog belangrijker is de verdeling hiervan over hoge en lage inkomens. Hoge inkomens hebben een groter belastingvoordeel dan lage inkomens. Hierdoor is de aandelenwet (althans het De Clercq-luik) een gemiste kans geworden om het aandelenbezit te democratiseren, want op zichzelf kon het De Clercq-luik het aandelenbezit van grote bevolkingsgroepen realiseren. Voor iedereen gold immers het plafond van 40.000 fr., dus voor iedereen gelijk. Wel had men de belastingtegemoetkoming onder de vorm van een abbatement (aftrek van het inkomen) moeten vervangen door een belastingkrediet (aftrek van de betaalde belastingen) zodanig dat ook de fiscale prikkel voor iedereen gelijk zou zijn en bijvoorbeeld op het gemiddeld niveau zou liggen van 50 %. Een meer democratische modulering van de aandelenwet ware dan ook geweest dat bijvoorbeeld iedereen die voor maximaal 40.000 fr. belegt in aandelen, 20.000 fr. kon aftrekken van zijn belastingen. Indien men de aandelenwet had verlengd dan had men deze modaliteit die rechtvaardiger zou zijn kunnen overwegen. Maar ook voor het permanente luik dat nu zal blijven verder lopen (voor de werknemers die aandelen kunnen verwerven van hun eigen bedrijf) zou het abbatement moe-

ten vervangen worden door een belastingkrediet <sup>(12)</sup>.

Hierbij wil ik ook een suggestie uit een memorandum van de Commissie van de Europese Gemeenschappen omtrent 'Deelneming van de werknemers in de Vermogensvorming' in herinnering brengen, namelijk deze die stelt dat belastingfaciliteiten moeten vervangen worden door spaarpremies. Ons voorstel om abbatementen (weze het nu in de aandelenwet of in het pensioensparen) te vervangen door belastingkredieten is dan ook een halfslachtige oplossing die enkel zin heeft voor diegenen die belastingen betalen. Daarom stelt de E.G. voor om spaarpremies uit te betalen, die dus ook gelden voor diegenen die geen belastingen betalen en die zelfs degressief kunnen uitdoven naarmate men meer spaart of een hoger inkomen heeft <sup>(13)</sup>.

Naast een gelijke spreiding van het aandelenbezit kan democratisering ook in een andere betekenis gebruikt worden, m.n. om via het aandelenbezit meer impact te hebben op de economie (democratisering van de economie). Dat het De Clercq-luik daar niet toe bijgedragen heeft (ook in Frankrijk lukte een gelijkaardige wet daarin niet <sup>(14)</sup>),

(11) E. VAN WESEMAEL, *art. cit.*, blz. 88.

(12) Over de verdelingsaspecten, zie ook: A. BAYAR, J. M. DELPORTE, D. MEULDERS: *Analyse de la déduction fiscale accordée dans le cadre du volet 'De Clercq' de l'Arrête Royal nr. 15 du 9 mars 1982 in L'Année Sociale*, november-december 1984, blz. 83-89.

(13) Commissie van de Europese Gemeenschappen, *Deelneming van de werknemers in de vermogensvorming*, Memorandum, Brussel, 1979, blz. 2, 14-15.

(14) H. C. VAN 'T HOFF, *Het stimuleren van het particuliere aandelenbezit in Frankrijk*, in *Economisch Statistische Berichten*, 28-9-1983, blz. 864.

is voor een deel ook toe te schrijven aan het succes van de beleggingsfondsen: men wordt slechts indirect aandeelhouder in een bedrijf en men zal dus zeker niet als aandeelhouder ook iets gaan inbrengen in het beleid van dat bedrijf.

Wat de spreiding van het aandelenbezit betreft, wordt het De Clercq-luik in volume gedomineerd door het Cooreman-luik en daar heeft de democratisering helemaal niet gespeeld. Het zijn de klassieke aandelenbeleggers en institutionele beleggers (holdings) die hierop intekenden.

Dat het aandelenbezit niet gedemocratiseerd is, kan vastgesteld worden in twee enquêtes van *L'Echo de la Bourse* over het sparen (tabel 3). Daaruit blijkt dat van 1982

tot 1984 het relatief aandelenbezit van de lagere professionele groepen is achteruit gegaan, terwijl ook het aandeel van de lagere inkomensgroepen is gedaald. Zo hadden de inkomens beneden 50.000 fr. per maand in 1982 44 % van de aandelen, tegen 34 % in 1984.

## DE IMPACT VAN DE AANDELENWET OP DE BEURS

Het enthousiasme over de aandelenwet is vaak veroorzaakt geweest door het spectaculaire verloop van de beurskoersen. Sinds 1982 kenden die een bijna voortdurende stijging, en sinds de jongste verkiezingsuitslag zijn alle remmen voor een verdere stijging weggenomen. Uit een empirische schatting van de impact van de aandelenwet op de beurskoersen bleek dat deze echter gering was <sup>(15)</sup>. De stijging van de koersen zou er omwille van vele andere factoren ook geweest zijn:

- bij het begin van de aandelenwet zat de beurskoers op een historisch erg laag peil;
- De Belgische beurs is ook gestegen door het gewijzigde politieke klimaat en de minst de Amerikaanse;
- de Belgische beurs is ook gestegen door het gewijzigde politieke klimaat, en de effecten op de beurs van de jongste verkiezingsoverwinning van de huidige regeringscoalitie heeft dat bevestigd;
- deze politieke impact manifesteerde zich vooral door het gewijzigd beleid t.o.v. de ondernemingen: de rendabiliteit van het bedrijfsleven is gestegen door de devaluatie van februari 1982 en door de loonmatiging ten gunste van de ondernemingen;

Tabel 3 – Verdeling aandeelhouderschap naar beroep en inkomen

Onder de aandeelhouders	1982 %	1984 %
Ongeschoolde arbeiders	4,1	2,8
Geschoolde arbeiders	18,4	15,1
Ambtenaren	16,5	19,3
Bedienden	23,4	23,0
Vrije beroepen en kaders	24,2	26,8
Handelaars	11,0	10,1
Landbouwers	2,4	2,9
Minder dan 30.000 fr./maand	17,0	13,0
30.000 à 50.000 fr./maand	26,9	21,2
50.000 à 70.000 fr./maand	36,4	37,0
70.000 à 90.000 fr./maand	8,5	12,0
90.000 fr. en meer	10,3	17,8

Bron: D. DEMAÏN, *La géographie de l'épargne en Belgique*, sondage ECHO-I.C.S.O.P., *L'Echo de la Bourse*, oktober 1984, blz. 9.



- de beurskoersen zijn tenslotte sterk onderhevig aan het verloop van de rente: dalende rente doet de koersen stijgen. Ook dat is de overheersende trend geweest in de periode 1982-1985: de koersen stegen als de rente daalde; toen de rente terug begon te stijgen op het einde van 1984 stagneerde de beurs; de jongste weken (oktober 1985) wordt de beurs verder ondersteund door de nieuwe rentedalingen.

Hiermee toonden wij aan dat de beurs in geringe mate is beïnvloed door de aandelenwet, zodanig dat een niet-verlenging ook niet tot een ineenstorting van de koersen kon aanleiding geven. De schrikbeelden die de voorbije jaren werden opgehangen moesten dan ook geklasseerd worden bij politieke stemmingmakerij om toch maar die verlenging, nadien een ander fiscaal voordeel onder de vorm van pensioensparen, te bekomen.

Recent werd door L. Vanthienen en T. Vermaelen een meer grondige analyse gepubliceerd van de impact van vooral het Cooreman-luik op de beurskoersen <sup>(15)</sup>. Hierin wordt gesteld dat de fiscale voordelen van de A.F.V.-aandelen uiteindelijk de vroegere aandelenbezitters ten goede kwamen via de verkoop van inschrijvingsrechten. Wat hiervan de impact is op het globale beursverloop is niet duidelijk. De door ons vastgestelde geringe impact is verklaarbaar door verschuivingen in de portefeuille van de beleggers van fiscaal vrijgestelde effecten naar niet-vrijgestelde effecten. Ook kan de uiteindelijke impact van de fiscale stimulansen op de beurskoers geneutraliseerd worden doordat zij niet alleen de vraag stimuleren maar tegelijk ook het aanbod van

nieuwe emissies beïnvloeden o.m. via grotere emissies dan werkelijk nodig. Boven genoemde auteurs besteden daar aandacht aan door na te gaan of sommige A.F.V.-emissies groter of kleiner waren dan verwacht. Onze stelling is dat het globale volume van emissies in die periode groter was doordat men de vervaldatum van 31 december 1983 wou voor zijn.

## DE AANDELENWET EN DE OVERHEIDSBEGROTING

Tegenover de te nuanceren impact van de aandelenwet op het aanbrengen van risicodragend kapitaal, staat een onmiskenbaar negatief effect. De aandelenwet heeft de overheid een aanzienlijk pak geld gekost onder de vorm van minder ontvangsten en zal de staat nog verder geld kosten, dus het budgettaire deficit vergroten. De ramingen daarover zijn uiteenlopend, maar liggen in dezelfde orde van grootte (abstractie makend van de rentelast). Wij maakten eind 1984 een eerste raming die nog van een groter succes van het De Clercq-luik uitging. Nadien werd dit op het ministerie van Economische Zaken herberekend uitgaande van een kleiner succes van de De Clercq-aandelen maar er daarentegen wel rekening mee houdend dat de minderontvangsten het te financieren saldo van de overheid met

(15) J. PACOLET, H. GEEROMS, *art. cit.*, blz. 12 e.v.

(16) L. VANTHIENEN, T. VERMAELEN, *The Relevance of Corporate and Personal Taxes for Financing Decisions and Security Pricing: Evidence from the 1982-'83 Belgian Tax Reform*, Departement Toegepaste Economie, K.U. Leuven, 1985, 76 blz.

eenzelfde bedrag vergroten zodanig dat het jaar daarop het tekort nog vergroot wordt met de interestlasten op de aangegane schuld van het jaar voordien. In tabel 4 worden beide ramingen naast elkaar geplaatst.

Uit deze berekeningen blijkt vooreerst dat dit nieuwe aandelenkapitaal er slechts is gekomen mits een aanzienlijke aderlating voor de overheid. Zo betekent het De Clercq-luik over de vier jaar een minder-

Tabel 4 – *Fiscale minderontvangsten (in miljarden frank)*

	<i>De Clercq-luik</i>		<i>Cooreman-luik</i>		<i>Totaal</i>		<i>Spaarplan 1984-1986 Netto- besparingen</i>
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	
1982	7,8	5,5			7,8	5,5	
1983	10,4	11,6			10,4	11,6	
1984	15,7	12,7	2,8	2,8	18,5	15,5	48,1
1985	15,7	14,0	9,36	9,6	25,1	23,6	129,5
1986		4,4	9,36	10,6	9,4	15,0	218,2
1987		4,8	9,36	11,7	9,4	16,5	
1988		5,3	9,36	12,8	9,4	18,7	
1989		5,8	9,36	14,1	9,4	19,9	
1990		6,4	9,36	15,5	9,4	21,9	
1991		7,0	9,36	17,1	9,4	24,1	
1992		7,7	9,36	18,8	9,4	26,5	
1993		8,5	9,36	20,7	9,4	29,2	
Totaal over periode 1984-1986	31,4	31,1	21,42	23,0	52,9	54,1	395,8
Totaal over periode 1982-1993	49,6	93,7	87	133,7	137	237,4	

(a) Eigen ramingen, gebaseerd op een maximale benutting van de aandelenwet door het publiek, zonder interestlasten (zie J. PACOLET, H. GEEROMS, *art. cit.*, blz. 22).

(b) Raming E. VAN WESEMAEL, *art. cit.*, blz. 89, gebaseerd op een lagere benutting van de aandelenwet, maar rekening houdend met de interestlast ten gevolge het hoger te financieren saldo.

(c) Eigen ramingen, zonder rentelast.

(d) Ramingen E. VAN WESEMAEL, met rentelast.

(e) Totaal eigen ramingen.

(f) Totaal ramingen E. VAN WESEMAEL.

(g) Bron: *Het spaarplan van Martens V: een doorlichting*, kabinet Sociale Zaken, blz. 31.

ontvangst van 38 à 49 miljard, en zou elke verlenging van het De Clercq-luik nog eens 10 à 15 miljard minder ontvangsten meebrengen, afhankelijk van het succes van de maatregel. Indien men hier de betaling van de rentelasten aan toevoegt en de overschouwde periode tot 1993 verlengt (ogeblijk dat het Cooreman-luik afloopt) dan bedragen de gecumuleerde minderontvangsten 93 miljard.

Voor het Cooreman-luik zijn de minderontvangsten pas vanaf 1985 substantieel te voelen: de aandelen uitgegeven in 1982 en 1983 zullen vanaf het boekjaar 1983 en 1984 en dus in de overheidsbegrotingen 1984 en 1985 aanleiding geven tot een minder geïnde vennootschapsbelasting van eerst 2,8 en dan 9,36 miljard. Het is dus duidelijk dat na de euforie van massale kapitaalsverhogingen van 1982 en 1983 nu de ontuchtering komt dat elk jaar  $\pm$  10 miljard extra moet gevonden worden om die minderontvangsten te compenseren. Uiteraard komt ook dit neer op een vergroting van het netto te financieren saldo en mag men er ook de daaruitvoortvloeiende intrestlasten bijtellen. Voor het Cooreman-luik is de gecumuleerde kost door ons voor de periode 1982 tot 1993 geraamd op 87 miljard en door Van Wesemael (met inbegrip van rentelasten) op 134 miljard. De totale huidige en toekomstige budgettaire kost van deze aandelenwet is dan ook indrukwekkend en werpt een heel ander beeld op het succes van de aandelenwet.

De fiscale minder-ontvangsten van tabel 4 zijn evenwel maximale ramingen. Naast het reeds vermelde minder grote succes van het De Clercq-luik (dus geringere minderontvangsten), kunnen ook de minderontvang-

sten van het Cooreman-luik lager zijn dan geraamd. Dit is het geval wanneer de A.F.V.-aandelen in de plaats komen van een financiering via leningen. De kost daarvan is immers ook vrijgesteld van vennootschapsbelastingen. Wij menen evenwel dat dit bedrag beperkt is omdat alle voorwaarden aanwezig waren om ook zonder fiscale stimuli kapitaalsverhogingen door te voeren. Ook brengt financiering via leningen andere inkomsten op aan de schatkist, m.n. via de belastingen op de intermediatiemarge van de financiële instellingen. Verder kan een vraagteken geplaatst worden bij de 13 % die vrijgesteld is. Het is niet zeker dat men zo een hoog rendabiliteitspercentage altijd zal realiseren. Toch zijn in deze tabel ook elementen van onderschatting van de fiscale minderontvangsten aanwezig. Zo wordt geen rekening gehouden met het feit dat de A.F.V.-aandelen gedurende tien jaar vrijgesteld zijn van schenkings- en successierechten en is de roerende voorheffing op de A.F.V.-aandelen geen 25 maar 20 %.

Tot slot moet de complexiteit benadrukt worden van dergelijke ramingen van mogelijke meer- of minderontvangsten. Zo is zowel de impact op het beleggingsgedrag, als de budgettaire gevolgen daarvan, verschillend voor personen met verschillende belastingpercentages, als voor personen met al dan niet aftrekbare intrestlasten, terwijl ook institutionele beleggers onder diverse fiscale regelingen kunnen vallen (17). En zo

(17) Zo is voor diegenen die geen dividenden aangeven een beperking van de roerende voorheffing tot 20 % geen extra voordeel omdat dit reeds de enige belasting is die zij betalen. Zie een uitgebreide bespreking bij: L. VANTHIENEN, T. VERMAELEN, *art. cit.*

kunnen er ook onvermoede meerontvangsten voor de fiscus zijn door al de emissiekosten en de beurstransacties die ontstaan (maar dan blijft de vraag of die emissies er anders ook niet zouden geweest zijn) <sup>(18)</sup>.

### **DE AANDELENWET EN DE STIMULERING VAN DE ACTIVITEITEN**

Men heeft wel een paar honderd miljard gevonden, maar men zal tegelijk een put gemaakt hebben van een paar honderd miljard. Het uiteindelijk oordeel over deze operatie moet des te meer negatief zijn omdat blijkt dat heel wat positieve effecten voor een deel ook zouden gerealiseerd zijn zonder de aandelenwet. Het financieringsprobleem van de overheid en de besparingsronden die hierdoor noodzakelijk waren en zullen zijn (een illustratie is ook te vinden in tabel 4) beklemtoont dat er hiervoor geen budgettaire ruimte was. De argumenten die de voorstanders van de aandelenwet boven halen zijn echter dat deze wet de overheidsontvangsten indirect hebben gestimuleerd. De indirecte positieve effecten zijn in onze analyse totnogtoe inderdaad achterwege gebleven, niet alleen omdat zij moeilijk meetbaar zijn, maar vooral omdat wij vrezden dat zij louter hypothetisch zijn. Zo zouden deze ontvangsten vooral moeten voortvloeien uit de verbeterde groeiprestaties van de economie: betere financiële structuur, meer risicodragende middelen zouden leiden tot meer investeringen, meer productie, bijgevolg meer belastingontvangsten, ook meer tewerkstelling en minder uitgaven voor de overheid.

Essentieel in dit schema is de heropleving van de investeringen: welnu, dit heeft zich

niet voorgedaan in 1982 en 1983, doch pas in 1984. De investeringen gebeuren immers niet alleen omdat men financiële middelen heeft, maar vooral omdat men een positief rendement verwacht. De verbeterde nationale en internationale conjunctuur bood in 1984 die mogelijkheid. Ook kan van een groot aantal van de investeringen die plaats grepen in de eerste periode van de aandelenwet (1982-1983) gesteld worden dat ongeveer driekwart ook zou plaats gegrepen hebben zonder aandelenwet, terwijl ook meer dan vier vijfde van de nieuw opgerichte ondernemingen ook zonder K.B. 15 zouden gestart zijn. Van de nieuwe investeringen die er ook zonder K.B. 15 zouden gekomen zijn, zouden twee derde dan gefinancierd worden via het aangaan van leningen <sup>(19)</sup>. De lang verwachte investeringen die er in 1984 dan toch gekomen zijn, moeten ons ook niet veel illusies bezorgen.

Vooreerst zijn zij niet zoveel hoger dan in de jaren daarvoor <sup>(20)</sup>, terwijl het nog steeds om substitutie- en rationalisatieinvesteringen ging die eerder tewerkstellingsbesparend dan tewerkstellingscreërend waren. Dus ook van die kant geen soelaas voor de overheidsfinanciën. De geringe impact op de tewerkstelling van de aandelenwet blijkt ook uit de boven geciteerde enquête bij de bedrijven die van de wet gebruik maakten: slechts 70 % van de ondernemingen gebruikten de ingezamelde middelen voor investeringen en slechts 22 % meende dat dit tot meer tewerkstelling zou leiden. De rest verwachtte een behoud van de tewerkstelling. Deze resultaten zijn dus positief. E. Van Wesemael stelt tegenover deze effecten echter de globale tewerkstellings-evolutie die negatief blijft <sup>(21)</sup>.

De mogelijke gunstige effecten voor de economie en bijgevolg het overheidsdeficit zijn daarom moeilijk te vinden. In een recent nummer van de *B.B.L.-Berichten* werd nog een poging gedaan met volgende redenering: « Het K.B. De Clercq heeft overigens een daling van de rentetarieven in de hand gewerkt en precies deze renteontspanning heeft de staat een besparing opgeleverd die de globale belastingvoordelen ruimschoots overtreft » (22). Hoe ruim dat 'ruimschoots' is staat nergens becijferd. De bewering dat de rente door de aandelenwet is gedaald moet bovendien sterk betwijfeld worden. Natuurlijk is de rente de jongste vier jaar gedaald: de internationale rente-evolutie was dalend, de Belgische frank was verstevigd, het spaaroverschot was nooit zo groot, de kredietvraag (behalve de overheid) was zwak. De aandelenwet heeft echter het deficit van de overheid verhoogd en dus eerder de rente doen stijgen. De overheid heeft het particulier sparen weggedraineerd van gewone spaarvormen naar aandelen, dus ook die beweging heeft het rentepeil doen stijgen. Enkel doordat de ondernemingen meer liquiditeiten kregen en dus minder krediet vroegen, kon de rente dalen. Het effect per saldo is dan ook moeilijk te voorspellen.

## VAN AANDELENWET NAAR PENSIOENSPAARREKENINGEN

Naarmate de aandelenwet verstreek, werden voorstellen gelanceerd door de politieke partijen (vooral C.V.P. en P.V.V.) over een mogelijke verlenging of een opvolging door een nieuw systeem, namelijk de pensioenspaarrekening. De wijze waarop daar-

rond argumenten werden opgebouwd is leerrijk.

De aandelenwet moest eerst verlengd worden omdat anders de beurs zou ineenstuiken. Dit argument hield geen stand want de beurs was vooral gestegen omwille van allerlei andere factoren dan de aandelenwet en zelfs zonder dat zouden aandelen die belegd waren onder deze wet slechts geleidelijk terug vrij komen (verplichting de aandelen vijf jaar aan te houden), dus de koersen zouden daar weinig hinder van onder vinden.

Daarna werden de pensioenspaarplannen voorgesteld. Hier deden twee voorstellen, die nadien ook als wetsvoorstellen werden ingediend, de ronde:

- de Particuliere Pensioenrekening (P.P.R.) uitgewerkt door Van Broekhoven en de B.B.L., ingediend door volksvertegenwoordiger G. Verhofstadt;
- de Spaarrekening of Spaarverzekering (S.R./S.V.), gegroeid uit de A.P.S.-rekening (aanvullend pensioen – pension supplémentaire), uitgewerkt naar het schijnt door de Kredietbank en C.E.P.E.S.S. en

(18) E. WILLEAUME, *Minder gekende aspecten van en leerrijke ervaringen uit de Belgische wetgeving op het risicokapitaal*, in *Economische berichten Pari-bas*, maart 1984, blz. 8.

(19) T. BELLEFONTAINE, e.a., *Volet Cooreman des arrêtés royaux nos 15 et 150: résultats d'un sondage B.B.L.-F.N.D.P.-R.U.G.*, in *Bank- en Financien*, nr. 1/1984, blz. 5-13.

(20) Zie de bruto kapitaalvorming van de vennootschappen: *Nationaux* nos 15 et 150: *Jaarverslag* 1984, blz. 115.

(21) E. VAN WESEMAEL, *art. cit.*, blz. 87.

(22) S. N., 'De Clercq' – *beleggingsfondsen in B.B.L.-Berichten*, 30 september 1985, blz. 6.

Tabel 5 – *Vergelijking van de Particuliere Pensioenrekening (P.P.R.) en de Spaarrekening of Spaarverzekering (S.R./S.V.)*

	P.P.R.	S.R./S.V.
1. Bij welke instelling kan een rekening worden geopend?	Financiële instelling of verzekeringsmaatschappij.	Banken, openbare kredietinstellingen, private spaarkassen en Belgische verzekeringsondernemingen.
2. Aftrekbaarheid van de stortingen	Maximum 90.000 fr. van de totale bedrijfsinkomsten, waaronder: – 45.000 fr. volledig aftrekbaar; – de volgende 45.000 fr. ten belope van 25 % met een max. van 11.250 fr. (30 % of max. 13.500 fr. indien de echtgenoot geen bedrijfsinkomsten geniet).	– 40.000 fr. + 40.000 fr. voor de echtgenoot, aftrekbaar van het globaal belastbaar inkomen, zelfs als de echtgenoot geen bedrijfsinkomsten geniet; – deze bedragen worden op 60.000 fr. (+ 60.000 fr.) gebracht vanaf de leeftijd van 50 jaar; – deze bedragen kunnen om de 5 jaar worden aangepast bij Koninklijk Besluit.
3. Toegelaten beleggingen	– zichtrekeningen; – kasbons; – obligaties; – aandelen; – vastgoedcertificaten; voor zover – min. 80 % wordt belegd in België; – min. 20 % wordt belegd in Belgische aandelen.	a) – minimum 60 % in genoteerde Belgische aandelen; – min. 30 % in aandelen van erkende coöperatieve vennootschappen of in gewone of converteerbare obligaties uitgegeven of gewaarborgd door Belgische bedrijven of instellingen; – max. 5 % in niet genoteerde Belgische aandelen; – max. 10 % in obligaties uitgegeven of gewaarborgd door de Belgische Staat; – max. 10 % in voorschotten op Spaarrekeningen of Spaarverzekeringen. b) deelbewijzen van Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen, mits de beleggingen gebeuren als hierboven (de verzekeringen kunnen ook werken in het kader van tak 18 met andere beleggingsverplichtingen).
4. Taxatie		
a) Op pensioenleeftijd (of wat daarmee gelijk staat)	In beide voorstellen worden de uitgekeerde kapitalen belast aan 16,5 %. – meerwaarde totaal vrijgesteld (alleen belasting op gestorte kapitalen + inkomsten).	– indien jaarlijkse stortingen niet van de bedrijfsinkomsten werden afgetrokken, zijn ook de uitgekeerde kapitalen vrijgesteld.
b) Vóór pensioenleeftijd	Onderworpen aan algemene regelen van personenbelasting.	
c) Jaarlijkse opbrengsten	De opbrengsten van de geïnvesteerde kapitalen zijn in beide voorstellen vrijgesteld van roerende voorheffing (in geval van herbelegging?).	
5. Voorschotten	– niet voorzien.	– voorschotten toegestaan bij aankoop of bouw van een eerste woning; – bij vestiging als zelfstandige.

Bron: S.N., *De pensioenen in België naar nieuwe formules*, in *B.B.L.-Berichten*, nr. 10, 30 augustus 1985, blz. 5.

ingediend door senator Cooreman en volksvertegenwoordiger Dupré (23).

In tabel 5 geven wij een uit de *B.B.L.-Berichten* gehaald overzicht van de vruchten van de goede samenwerking tussen bankwereld en politiek (24).

De pensioenspaarrekeningen wensen een antwoord te formuleren op de dreigende problemen in de pensioensector en tegelijk pretenderen zij ook nog een aantal macro- en micro-economische problemen op te lossen. In een vorig nummer van *De Gids op Maatschappelijk Gebied* werden achter deze algemene uitgangspunten reeds een aantal vraagtekens geplaatst (25). De voornaamste conclusies daarvan zijn dat er geen behoefte is om nu het macro-economisch sparen te stimuleren omdat wij zowel in de tijd als in een internationaal perspectief reeds op een zeer hoog spaarniveau zitten, terwijl juist de binnenlandse bestedingen te zwak zijn. Tevens wordt in dit standpunt de grootste twijfel geformuleerd of dat sparen dan ook nog pensioensparen zou moeten zijn. Er is namelijk onvoldoende recente informatie beschikbaar of de pensioensector voor onoverkomelijke problemen zou staan en bovendien is het niet zo evident dat een privaat fondsvormingssysteem beter zou zijn dan een publiek repartitiesysteem (26). Ook wijst men op dezelfde negatieve budgettaire en herverdelingsgevolgen als bij de aandelenwet. Tabel 5 illustreert hierbij duidelijk dat de aftrekbare beleggingsmogelijkheden in de pensioenspaarrekeningen zoals zij nu voorliggen zelfs ruimer zijn dan de vroegere aandelenwet en dat men verder blijft werken met de boven bekritiseerde aftrekbaarheid van het belastbaar inkomen. Bovendien zijn nu ook de jaarlijkse op-

brengsten vrijgesteld van roerende voorheffing (dus van elke belasting).

Zonder hier zelf dieper in te gaan op de afzonderlijke argumenten pro en contra komt het echter ongeloofwaardig over dat de pensioenspaarrekeningen plotseling in één slag zowel de financiering van de onderneming (ook met risicodragend kapitaal) zouden vergemakkelijken, zouden bijdragen tot een gemakkelijker financiering van de overheid, ook tot een gemakkelijker financiering van de woningbouw, dit zelfs allemaal tegen een lagere rentevoet, daarenboven het probleem van de kapitaalvlucht zouden uit de wereld helpen en op de koop toe de pensioenen zouden veilig stellen voor de toekomst, terwijl de overheid uiteindelijk bovendien, via de reactieketting van meer lange termijn sparen – meer investeringen – meer groei – meer overheidsontvangsten, haar financieringsproblemen ziet verdwijnen als sneeuw voor de zon. Deze mirakels worden veroorzaakt door twee uiteindelijk eenvoudige formules: het sparen

(23) *Privé-pensioensparen is zeer dichtbij*, in *De Standaard*, 5 november 1985, blz. 13.

(24) Wie de recente krant artikelen daarover leest moet het ook opvallen dat, enkele jaren nadat men de ondernemers had opgeroepen meer aan politiek te doen, wetsvoorstellen meer en meer de naam krijgen niet alleen van de volksvertegenwoordigers of de partijen die het indienen, maar ook van de ondernemingen (in dit geval de banken) die het uitwerkten. Dergelijke evolutie is enkel toe te juichen omdat zij de politieke besluitvormingsprocessen openbaar maakt.

(25) XX, *Hebben wij nood aan A.P.S.?* in *De Gids op Maatschappelijk Gebied*, oktober 1985, blz. 835-840.

(26) Zie hierover ook F. SPINNEWYN, *Solidariteit in crisis: economische bedenkingen rond de sociale zekerheid en de sociale verworvenheden*. Leuven, Acco, 1985.

wordt aftrekbaar gemaakt van het belastbaar inkomen en de roerende inkomsten die nadien op dat sparen zullen gerealiseerd worden zijn eveneens belastingvrij. Als die fiscale behandeling van het sparen en roerende inkomsten toch zo een cruciale factor is en de gunstige gevolgen zo voor de handliggend, kan men zich de vraag stellen waarom al niet veel eerder juist dat probleem niet is gesteld. Zonder de discussie te vertroebelen door te beweren dat het publieke pensioenstelsel in gevaar is en dat de sociale zekerheid moet aangevuld (deels vervangen?) worden door private spaarvormen.

Enkele maanden terug werd nog gesteld dat het studiewerk rond de pensioenspaarplannen nog niet rond was en dat men als overbrugging van de nieuwe plannen de aandelenwet zou moeten verlengen. Op zichzelf is dat reeds een weinig sterk argument voor verlenging<sup>(27)</sup>, maar het is nog meer verbazend dat na een drukke verkiezingsperiode al dat denkwerk reeds voltooid is en men kan kiezen voor de nieuwe formule. De verdere discussie zal nog enkel verlopen over de modaliteiten<sup>(28)</sup>. De voorafgaande discussie die dreigt vergeten te worden is:

in welke mate is de pensioensector bedreigd;

met welke instrumenten kan die sector verzekerd worden;

is een fondsvormingssysteem voor pensioenen beter dan een repartitiesysteem;

kunnen private financiële instellingen dergelijk sparen op lange termijn efficiënt organiseren en garanderen;

wie moet dat dan organiseren en wat gaat de relatie zijn met bestaande gelijkaardige

fondsen (levensverzekeringen, pensioenfondsen);

kunnen zij dat beter dan een publieke sector.

De tweede interessante politieke en technische discussie die ongevoerd dreigt te blijven is deze over de fiscale behandeling van het sparen en de spaarvormen:

moet financiering via risicodragend kapitaal fiscaal anders behandeld blijven dan via schuldkapitaal;

moeten roerende inkomsten belast worden (reëel of nominaal)<sup>(29)</sup>;

moet de roerende voorheffing behouden blijven of afgeschaft.

Zelfs zonder deze fundamentele discussies blijft de evolutie in de pensioenspaarrekeningen een boeiend fenomeen. Vooreerst lijkt hier de financiële sector op zoek te zijn naar nieuwe produkten die de cliënt nieuwe spaarmogelijkheden geeft. Bovendien is hier voor de eerste keer zo'n duidelijk produkt aangeboden dat zowel door de deposito-instellingen (banken, spaarkassen, publieke financiële instellingen) als door de verzekeringssector wenst verkocht te worden. Beide fenomenen kunnen enkel de mededinging in deze sectoren verhogen. Betreurenswaardig is evenwel dat men hierbij uiteindelijk weinig inventief is geweest zodat deze financiële innovatie en concurrentie hoofdzakelijk dreigt neer te komen op fiscale gunstmaatregelen. Maar dat heeft het gemeen met waarschijnlijk een lange reeks andere financiële innovaties die proberen de belastingen te ontlopen. De beste manier daartoe is immers proberen de belastingen af te schaffen.



## BELEIDSCONCLUSIES: HOPELIJK EINDBALANS

De aandelenwet heeft onmiskenbaar een aantal *voordelen* gehad:

er is een groot volume aan risicodragend kapitaal aan de oppervlakte gekomen omdat het via de fiscale tegemoetkoming zowel voor de emittent als de belegger aantrekkelijker werd;

deze belastingverlagingen zijn zeker door iedereen die er van genoot toegejuicht; hierdoor heeft men ook de financiële structuur van de ondernemingen kunnen verbeteren, wat uiteindelijk de beoogde doelstelling was;

de aftrekbaarheid van 40.000 fr. voor iedere belastingplichtige is op zichzelf een goed instrument om het aandelenbezit te democratiseren;

het permanente luik van de aandelenwet is een stimulans voor het aandeelhouderschap van werknemers in hun bedrijf.

Daartegenover staan echter een aantal *nadelen*:

er bestaan diverse overtuigende indicaties dat de gunstige effecten er ook zouden gekomen zijn zonder de aandelenwet: het doel, m.n. meer risicodragend kapitaal voor de bedrijven, zou ook gerealiseerd zijn omdat de spaaromgeving gunstig was en vooral omdat in diezelfde periode de rendabiliteit van de ondernemingen spectaculair was verbeterd;

onder meer door het vanuit verdelingsstandpunt perverse systeem van aftrekbaarheid van het belastbaar inkomen voor het De Clercq-luik en ook via het Cooreman-luik, heeft de aandelenwet averechts herverdelend gewerkt: hogere inkomensgroe-

pen hebben meer genoten van de fiscale tegemoetkomingen. Hierdoor heeft de democratisering van het aandelenbezit slechts ten dele gespeeld;

de aandelenwet heeft het deficit van de overheid in aanzienlijke mate verhoogd, wat nog geaccentueerd wordt door de interestlasten daarop. Dit tekort wordt geraamd voor 1984 en 1985 op jaarlijks 15 à 25 miljard. Vooral door het Cooreman-luik zullen de komende jaren deze minderontvangsten blijven bestaan ten bedrage van 10 à 20 miljard. Dit tekort (waartegenover besparingsinspanningen moeten gesteld worden) is des te meer onaanvaardbaar als men vaststelt dat het beoogde doel ook zonder deze minderontvangsten zou gerealiseerd zijn.

Hieruit beleidsconclusies formuleren wordt op dit ogenblik moeilijk omdat de discussie verschoven is naar een andere problematiek, m.n. de pensioenspaarformules. Abstractie makend daarvan is het duidelijk dat een verdere verlenging van de aandelenwet economisch overbodig is. Bovendien is zij gezien de toestand van de overheidsfinanciën op dit ogenblik onbetaalbaar. De es-

(27) Opvallend in de argumentatie was de grote gelijkenis met de argumenten die aan de basis lagen van de aandelenwet, zodat het onbegrijpelijk is dat althans in één formule (de P.P.R.-rekening) het pakket dat moet belegd worden in aandelen gering is (25 % ?) zodat alle andere spaarvormen ook toegelaten zijn (zie tabel 5). In feite wordt in deze formule niets anders gedaan dan ongeveer alle spaarvormen voor een deel belastingvrij gemaakt.

(28) Het jongste regeerakkoord voorziet de fiscale ondersteuning van het pensioensparen.

(29) W. COUMANS, *De evolutie van de roerende inkomsten en de belasting ervan*, in *De Gids op Maatschappelijk Gebied*, januari 1984, blz. 57-63.

sentie van de aandelenwet is een belastingverlaging en die kan men slechts toekennen als er budgettaire ruimte is.

Het permanente luik van de aandelenwet is in die zin eveneens overbodig en onbetaalbaar. Wel kan het vanuit het standpunt van een arbeidersbeweging zinvol zijn deze te behouden omdat het een instrument is in het bezitsvormingsbeleid voor de werknemers in hun onderneming. Dit permanente luik zou dan wel andere modaliteiten moeten krijgen: de aftrekbaarheid van het belastbaar inkomen (abattement) zou moeten vervangen worden door de aftrekbaarheid van de betaalde belastingen (belastingkrediet).

Wanneer men dit permanente luik behoudt, dreigt echter een discriminatie te ontstaan tussen diegenen die er zonder al te veel risico's gebruik van kunnen maken, m.n. in goed draaiende ondernemingen, en de rest van de bevolking, m.n. iedereen die werkt in bedrijven met minder goede vooruitzichten, de werklozen, de personeelsleden in de overheidssector en de non-profit sector. Met andere woorden: diegenen die nu al genieten van de goede resultaten in een bedrijf krijgen van de fiscus een supplement; diegenen die reeds zwaar door crisis of matiging zijn getroffen zijn hun fiscaal soelaas van de jongste jaren (als zij dit al hadden) kwijt. Het permanente luik van de aandelenwet dreigt dan ook 'het paard van Troje' te worden om een verlenging van de aandelenwet of een alternatief te bepleiten, tenzij men het permanente luik zou afschaffen. De discussie heeft hiermee echter opnieuw een andere dimensie gekregen: het zou zijn omdat men het aandeelhouder-schap van werknemers binnen hun bedrijf

wil bevorderen, dat men een gelijkwaardige formule zoekt voor de andere bevolkingsgroepen.

In de politieke besluitvorming lijkt men het alternatief echter te vinden in de pensioenspaarrekeningen. Wat deze pensioenspaarrekeningen betreft willen wij de conclusies in herinnering brengen van een standpunt gepubliceerd in vorig nummer van *De Gids*, m.n. er is geen behoefte om nu het sparen te stimuleren, er bestaat de grootste twijfel of dat dan moet gaan over pensioensparen (men weet niet of die pensioensector wel bedreigd is en evenmin of privé-sparen dat kan oplossen) en er is tenslotte budgettaire voor geen van beide ruimte.

De globale conclusie is dan ook dat er op korte termijn geen nood is aan of ruimte voor een aandelenwet of pensioenspaarrekening. Dit moet de tijd geven om de politieke en wetenschappelijke discussie te voeren over de kern van de zaak m.n. hoe moet het sparen en de spaarinkomsten fiscaal behandeld worden. Deze discussie moet zonder discriminatie handelen over alle spaarvormen: collectief sparen, via levensverzekeringen, via allerlei deposito's, via risico dragend kapitaal en via onroerend sparen in woningen. Het zal waarschijnlijk erg markteconomisch klinken, maar minder fiscale discriminatie tussen allerlei spaarvormen zou er alvast toe leiden dat de concurrentie tussen financiële produkten en instellingen niet meer verloopt met fiscale argumenten of op de kap van de fiscus, wat nu het geval dreigt te worden. Niets belet dat aan het eind van die discussie misschien nieuwe sociaal-prioritaire spaarvormen (of groepen) worden aangeduid en extra gestimuleerd.